

Fundación **MAPFRE**

INVERSIONES DEL
SECTOR ASEGURADOR

MAPFRE Σconomics



Inversiones del sector asegurador

**Actualización del análisis comparado
de las carteras de inversiones
del sector asegurador**

Este estudio ha sido elaborado por MAPFRE Economics.
Los derechos para su edición han sido cedidos a Fundación MAPFRE.

Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida
en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Citar como:
MAPFRE Economics (2021), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:
MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com
España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1
28222 Majadahonda, Madrid
México: Avenida Revolución, 507
Col. San Pedro de los Pinos
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:
2021, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Marzo, 2021.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Daniel Santos Torres

Clara Soutullo Rodríguez

Lourdes Sánchez Iza

David Esteban Montes Rojas

Jaime Rebolledo Gutiérrez

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Mercados aseguradores analizados	17
2. Estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados	19
2.1 Eurozona	19
2.2 Estados Unidos	21
2.3 Japón	22
2.4 Reino Unido	23
2.5 España	25
2.6 Brasil	27
2.7 México	28
3. Estructura de las carteras de inversiones de grandes grupos europeos	31
4. Cargas de capital aplicables en la Unión Europea	35
4.1 Inversión en bonos de renta fija	35
4.2 Inversiones en acciones	37
4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias	37
4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas	37
Referencias	39
Índice de tablas y gráficas	41

Presentación

Fundación MAPFRE presenta la tercera edición del informe *Inversiones del sector asegurador*, un estudio que elabora anualmente MAPFRE Economics en el cual se muestra la distribución y evolución de las inversiones de las entidades aseguradoras por tipología de activos en una selección de mercados, tanto desarrollados como emergentes, así como un análisis de las carteras de inversión de una selección de grandes grupos aseguradores europeos a partir de la información extraída de sus cuentas consolidadas referidas al cierre de 2019.

Los mercados aseguradores considerados en este informe presentaron, en 2019, inversiones totales por un importe de 20.911 millardos de euros. Asimismo, analizadas de forma individual, las inversiones de los sectores aseguradores en cada país representaron porciones significativas de los respectivos productos interiores brutos, desde el 5% en el caso de México, hasta el 99% en el caso del Reino Unido.

Esta publicación se enmarca dentro del objetivo de Fundación MAPFRE de fomentar la educación de la sociedad en temas relacionados con las finanzas y los seguros, con el propósito de ampliar los conocimientos necesarios para una mejor toma de decisiones en estas materias. En este sentido, los estudios que realiza MAPFRE Economics contribuyen a la divulgación de dichos conocimientos, al acercar al lector a una serie de temas relevantes sobre el seguro y su papel en la economía, como es este caso, donde se destacan los aportes del sector asegurador como inversor institucional en la estabilidad y crecimiento de la economía.

Fundación MAPFRE

Introducción

Como en ediciones anteriores, en este informe MAPFRE Economics ofrece una visión general de la evolución, distribución y perfil de riesgo de los activos de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras en una selección de mercados desarrollados y emergentes a nivel global. En este sentido, el análisis incluye los mercados de la Eurozona, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, España, Brasil y México. De manera complementaria, el informe incorpora un análisis de las carteras de inversión de una selección de grandes grupos aseguradores europeos, el cual considera información sobre la calificación crediticia de las carteras en las que dichos grupos invierten.

Como se destaca en los informes elaborados por MAPFRE Economics en torno a las características de operación de la industria aseguradora, y especialmente al analizar las inversiones que esta realiza, el sector asegurador es reconocido como uno de los principales inversores institucionales a nivel global. A diferencia de otras entidades financieras, el modelo del negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo (*liability-driven investment strategies*) con el objetivo de lograr un adecuado casamiento en plazos, divisas y tipos de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan. Por esta vía, el sector asegurador a nivel global contribuye a la formación de capital por medio de un flujo estable de recursos para la financiación de largo plazo de proyectos que impulsan el crecimiento económico, apoyando también la estabilidad del sistema financiero al proveer a la economía de un mecanismo que reduce la prociclicidad en momentos de crisis.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Como en ediciones anteriores¹, este informe ofrece una visión comparada de la distribución y evolución de las inversiones de las entidades aseguradoras por tipología de activos en una selección de mercados, la cual incluye tanto mercados desarrollados (Estados Unidos, la Eurozona, Japón, Reino Unido y España) como mercados emergentes (Brasil y México). Como se observa en la Tabla S-1, se trata de un conjunto de mercados que ofrecen un diferente nivel de desarrollo relativo, destacando los casos del Reino Unido y Japón, en los que el peso de las inversiones gestionadas en relación a su producto interior bruto es mayor (98,7% y 76,5%, respectivamente), junto con los mercados de la Eurozona y de Estados Unidos que son los que presentan mayor volumen de inversiones gestionadas en valores absolutos (8.171 y 6.209 millardos de euros, respectivamente).

Cuando ha sido posible, la información relativa a las inversiones en estos mercados se presenta distinguiendo la cartera de inversiones tradicional (en la que el riesgo de las inversiones queda retenido en el balance de las entidades aseguradoras) de la que respalda productos en los que el tomador del seguro es quien asume el riesgo de la inversión, a la que hemos denominado cartera de negocio tipo “unit-linked” (que incluye tanto los productos “unit linked” en sentido estricto, como otros productos del tipo “variable annuity”, en los que también existe una asunción del riesgo de inversión por parte del tomador del seguro, son gestionados en cuentas separadas y las inversiones se materializan en unidades de fondos de inversión).

En este sentido, ha sido posible presentar tal distinción en los mercados que se muestran en la Tabla S-2. En general, excepto en el caso del Reino Unido, las inversiones que respaldan seguros de Vida inversión en los que los

Tabla S-1
 Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2019
(millones de euros)

Mercado	Inversiones	PIB	% del PIB
Reino Unido	2.475.082	2.506.983	98,7 %
Japón	3.439.639	4.498.879	76,5 %
Eurozona	8.170.654	11.934.006	68,5 %
Estados Unidos	6.209.183	18.981.707	32,7 %
España	306.281	1.245.331	24,6 %
Brasil	249.868	1.628.725	15,3 %
México	60.248	1.114.293	5,4 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, NAIC, SUSEP, CNSF, LIAJ, GIAJ y FMI)

tomadores asumen el riesgo financiero de las carteras asignadas a sus pólizas representan un porcentaje sustancialmente inferior al negocio tradicional. No obstante, se observa que en 2019 este tipo de inversiones han ganado peso tanto en la Eurozona (y particularmente en España) como en los Estados Unidos donde son habituales los productos denominados “variable annuities” en los que el tomador asume riesgos financieros en la fase de acumulación, en mayor o menor medida, dependiendo de las garantías que incorporen². Por su parte, en el Reino Unido el porcentaje se ha reducido ligeramente, aunque continúa siendo el mercado con un mayor peso de productos del tipo “unit-linked”.

En las carteras de seguros de Vida inversión del tipo “unit-linked” o asimiladas (incluidos los productos denominados “variable annuities”) el riesgo y las decisiones de inversión no recaen en la entidad aseguradora, sino que se ven influidas por las decisiones que adoptan los tomadores del seguro. Por este motivo, una vez se ha determinado la cartera de inversiones

Tabla S-2
Mercados seleccionados: estructura de las
carteras de inversión por tipo de
negocio asegurador, 2019
 (%)

Tipo de negocio	Eurozona	Estados Unidos	Reino Unido	España
Cartera negocio tradicional	83,6 %	71,0 %	47,3 %	92,6 %
Cartera negocio unit-linked	16,4 %	29,0 %	52,7 %	7,4 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA y NAIC)

tradicional, se han calculado los pesos que representa cada categoría de activos. Esta forma de presentar la información se basa en la idea de que en esa cartera tradicional (no "unit-linked" ni "variable annuity") es donde resulta relevante distinguir la tipología de las inversiones, a efectos de la caracterización del riesgo asumido por las entidades de seguros.

En este sentido, el mayor nivel de desagregación de las carteras a efectos comparativos (con el desglose de las inversiones en renta fija corporativa) se ha podido conseguir para los mercados de la Eurozona, Estados Unidos, Reino Unido, Japón y España (véase la Tabla S-3). En esta información destaca el mercado asegurador de los Estados Unidos, por el peso predominante que continúan teniendo las inversiones en renta fija corporativa, muy por encima del resto de los mercados aseguradores de las economías desarrolladas, aunque a finales de 2019 (51,1%) representaban un peso algo menor que al cierre del ejer-

cicio anterior (51,5%). La profundidad y amplitud del mercado de capitales de este país ofrece más posibilidades a la hora de encontrar emisiones de este tipo en las que invertir, con una amplia variedad en cuanto a duraciones y niveles de calidad crediticia.

El mercado asegurador japonés, por su parte, sigue presentando un elevado porcentaje de inversiones en moneda extranjera (incluidas en el rubro de otras inversiones que suponen el 25,3% de su cartera total, habiendo experimentado un aumento de 11,6 puntos porcentuales a lo largo de la década 2009-2019). Las compañías de seguros en ese país han sido tradicionalmente una fuente de inversión importante para los bonos soberanos japoneses y en particular en los denominados "super-long-term government bonds" (JGBs). Sin embargo, el entorno de bajos tipos de interés ha hecho muy difícil mantener el retorno de las inversiones y alinear al mismo tiempo la duración de activos y pasivos, teniendo en cuenta que todavía subsisten carteras antiguas con altos tipos garantizados. La reacción de las entidades aseguradoras en este entorno ha ido en la dirección de incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente bonos estadounidenses, en busca de mayores rendimientos para cumplir con sus obligaciones de intereses garantizados. Esto ha provocado que las aseguradoras se encuentren más expuestas a los mercados internacionales y al riesgo de las oscilaciones de los tipos de cambio.

Tabla S-3
Mercados seleccionados: estructura desagregada de las
carteras de inversión del negocio tradicional, 2018-2019
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Renta fija corporativa	31,4 %	31,4 %	51,5 %	51,1 %	7,1 %	7,4 %	36,5 %	36,0 %	21,8 %	20,7 %
Renta fija soberana	34,5 %	34,4 %	13,6 %	13,3 %	39,1 %	39,1 %	20,9 %	19,2 %	56,9 %	58,6 %
Renta variable	13,9 %	13,8 %	13,1 %	13,2 %	6,8 %	5,7 %	12,9 %	12,9 %	6,0 %	5,7 %
Préstamos	5,2 %	5,0 %	10,6 %	10,6 %	7,9 %	7,5 %	9,1 %	10,4 %	1,0 %	0,8 %
Depósitos y tesorería	4,6 %	4,8 %	3,9 %	4,1 %	3,1 %	3,6 %	10,1 %	10,8 %	7,8 %	7,7 %
Inmuebles	2,3 %	2,1 %	0,6 %	0,6 %	1,7 %	1,7 %	2,7 %	2,3 %	2,5 %	2,4 %
Otras inversiones	8,2 %	8,6 %	6,7 %	7,2 %	34,3 %	35,0 %	7,7 %	8,5 %	4,0 %	4,0 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, NAIC, LIAJ y GIAJ)

Tabla S-4
 Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la
 cartera de inversiones por tipo de activo, 2018-2019
 (%)

Tipo de activo	Eurozona		Estados Unidos		Japón		Reino Unido		España		Brasil		México	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Renta fija	65,9 %	65,7 %	65,1 %	64,4 %	46,2 %	46,5 %	57,4 %	55,2 %	78,7 %	79,3 %	92,7 %	91,7 %	81,5 %	79,9 %
Renta variable	13,9 %	13,8 %	13,1 %	13,2 %	6,8 %	5,7 %	12,9 %	12,9 %	6,0 %	5,7 %	6,5 %	7,4 %	13,7 %	15,7 %
Préstamos	5,2 %	5,0 %	10,6 %	10,6 %	7,9 %	7,5 %	9,1 %	10,4 %	1,0 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,1 %
Depósitos y tesorería	4,6 %	4,8 %	3,9 %	4,1 %	3,1 %	3,6 %	10,1 %	10,8 %	7,8 %	7,7 %	0,2 %	0,3 %	0,5 %	0,8 %
Inmuebles	2,3 %	2,1 %	0,6 %	0,6 %	1,7 %	1,7 %	2,7 %	2,3 %	2,5 %	2,4 %	0,2 %	0,1 %	1,5 %	1,4 %
Otras inversiones	8,2 %	8,6 %	6,7 %	7,2 %	34,3 %	35,0 %	7,7 %	8,5 %	4,0 %	4,0 %	0,4 %	0,5 %	0,2 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA, NAIC, SUSEP y CNSF)

En el contexto que presentan los mercados aseguradores desarrollados antes referidos, el mercado español es el que presenta la mayor proporción de su cartera de inversiones en renta fija y, al mismo tiempo, con una mayor concentración de renta fija soberana. No obstante, si se consideran los mercados aseguradores brasileño y mexicano, estos presentan porcentajes de inversiones en valores de renta fija superiores a los del mercado en España. Así, se observa que en los mercados aseguradores con un menor nivel de desarrollo relativo el porcentaje de inversiones en valores de renta fija tiende a ser mayor.

Por último, la Tabla S-4 ilustra para el conjunto de los mercados analizados en este informe el resumen de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo. De esta información destaca el alto nivel de concentración de las inversiones en renta fija (corporativa y soberana) a lo largo de la muestra que integró el análisis. Esta posición preeminente se explica, en buena medida, por

el hecho de que el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo con el propósito de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

Finalmente, con el propósito de complementar el análisis que ofrece este informe, en el tercer apartado se incluye un análisis de las carteras de inversiones de una selección de grupos aseguradores europeos con presencia internacional, a partir de la información extraída de sus cuentas consolidadas referidas al cierre de 2019. Este análisis muestra, además, información comparada del rating de los activos de renta fija y su variación respecto del año anterior, con el fin de ofrecer una visión más profunda en la comparativa de su perfil de riesgo.

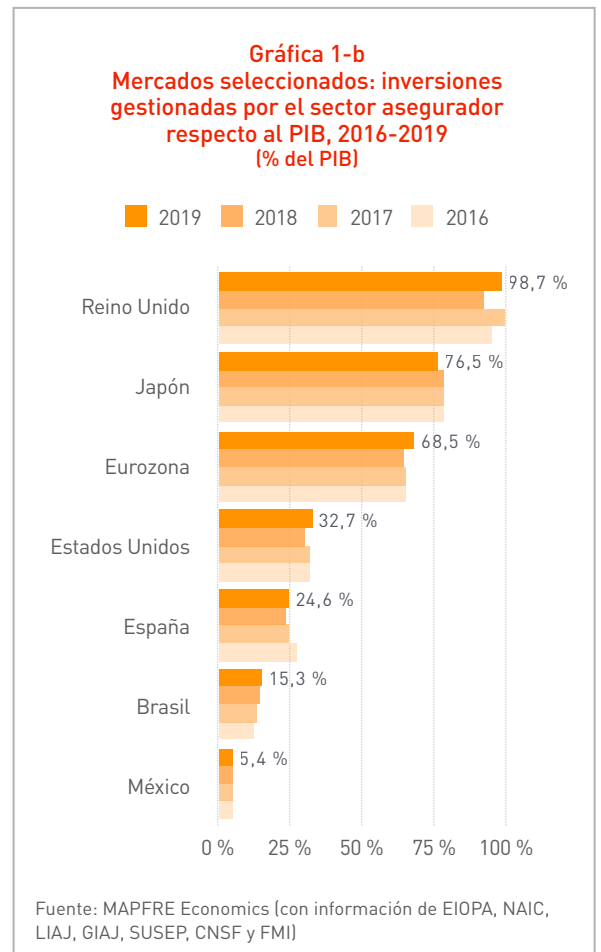
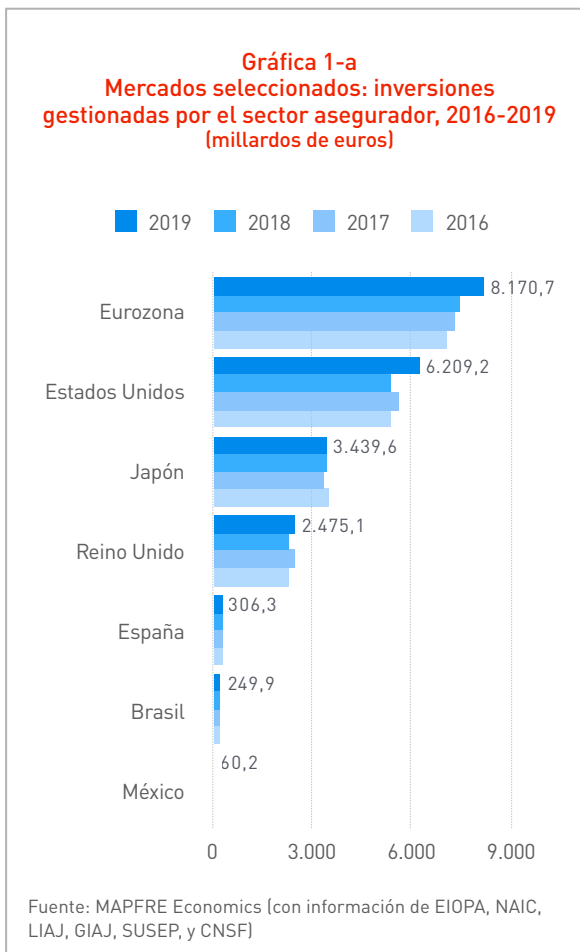
1. Mercados aseguradores analizados

Como se desprende de la información que se presenta en la Gráfica 1-a, los mercados aseguradores considerados para efectos del análisis de este reporte (Eurozona, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, España, Brasil y México) representaron en 2019, de manera agregada, inversiones totales por un importe de 20.911 millardos de euros, mostrando, en general, una tendencia creciente respecto a su monto a lo largo del período 2016-2019 y destacando, por su tamaño, los de la Eurozona, Estados Unidos y Japón (8.171, 6.209 y 3.440 millardos de euros, respectivamente en 2019).

Asimismo, analizadas individualmente, las inversiones de estos sectores aseguradores llegaron a representar en ese año porciones significativas de sus respectivos productos

interiores brutos (PIB), desde el 99% en el caso del Reino Unido, hasta apenas el 5% en el caso de México (véase la Gráfica 1-b).

La información que se ha empleado como base para el análisis proviene directamente de los organismos nacionales o regionales de supervisión. En el caso de la información para el mercado de la Eurozona, el Reino Unido y España, la fuente ha sido la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA). En España se ha utilizado adicionalmente la fuente de ICEA en el análisis de la evolución de la estructura de la cartera agregada en el período 2009-2019. Para el caso del mercado asegurador de los Estados Unidos, la información ha sido tomada de la que publica la Asociación Nacional de Comisionados de Seguros (NAIC). En el caso de



Japón se ha empleado la información de las asociaciones de aseguradoras de Vida (*The Life Insurance Association of Japan*, LIAJ) y de No Vida (*The General Insurance Association of Japan*, GIAJ). En el caso de Brasil, la fuente de los datos ha sido la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP) y, finalmente, para el mercado mexicano de seguros, la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF).

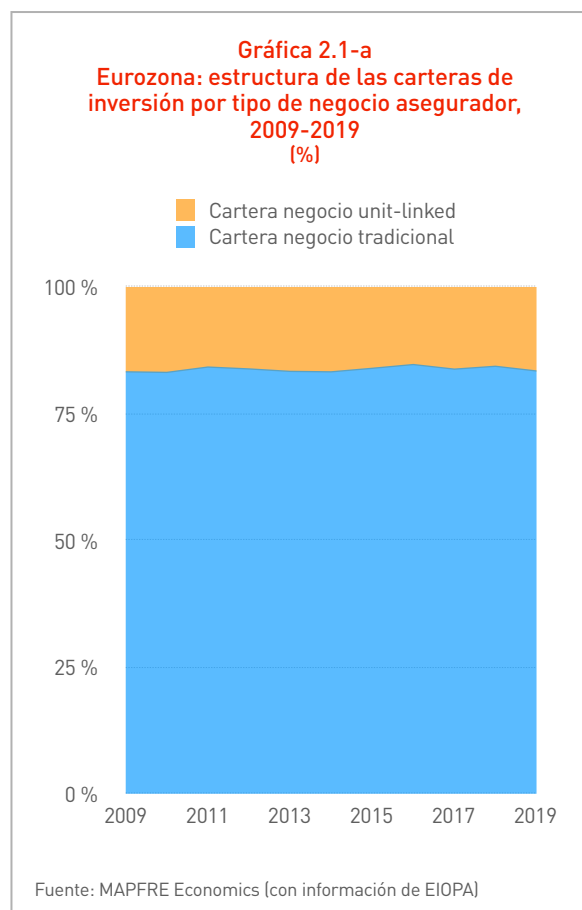
2. Estructura de las carteras de inversiones en los mercados seleccionados

La información descriptiva de la evolución de las carteras de inversiones en los mercados aseguradores de la Eurozona, Estados Unidos, Japón, Reino Unido, España, Brasil y México, correspondientes a la última década disponible, se presentan en los siguientes apartados de este reporte. Para el caso de los mercados de la Eurozona, Reino Unido y España se muestra, además, la evolución de forma desagregada de la cartera de inversiones correspondiente al negocio tradicional y al “unit-linked” en la misma década.

2.1 Eurozona

La Tabla 2.1-a y la Gráfica 2.1-a ilustran la evolución de la cartera de inversión por tipo de negocio asegurador (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”) a lo largo de la década 2009-2019, para el conjunto de mercados aseguradores que integran la Eurozona (Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal).

A lo largo del período 2009-2019, la participación de la cartera del negocio “unit-linked” en la cartera total se redujo en 0,2 puntos porcentuales (pp). Sin embargo, se aprecia un ligero repunte en el peso de este tipo de productos en 2019 de 0,9 pp, con un incremento de 200 millardos de euros en valores absolutos. El prolongado entorno de bajos tipos de interés que afecta a los países de la Eurozona, unido al buen comportamiento de



los mercados de renta variable en los últimos años, está aumentando la demanda de productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. No obstante, este negocio se enfrenta en el mercado a la competencia de los productos de inversión emitidos por otras instituciones financieras como las entidades bancarias o las gestoras de fondos de inversión y fondos de pensiones.

Tabla 2.1-a
Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019 (%)

Tipo de negocio	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cartera negocio tradicional	83,4 %	83,3 %	84,3 %	84,0 %	83,5 %	83,4 %	84,1 %	84,8 %	83,9 %	84,5 %	83,6 %
Cartera negocio unit-linked	16,6 %	16,7 %	15,7 %	16,0 %	16,5 %	16,6 %	15,9 %	15,2 %	16,1 %	15,5 %	16,4 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Tabla 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2009-2019
(%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	60,9 %	61,5 %	61,7 %	62,5 %	62,9 %	63,0 %	62,6 %	64,4 %	66,5 %	65,9 %	65,7 %
Renta variable	22,7 %	22,9 %	22,4 %	22,2 %	22,8 %	22,8 %	24,0 %	17,9 %	13,3 %	13,9 %	13,8 %
Préstamos	10,3 %	9,5 %	9,3 %	9,0 %	8,4 %	8,1 %	7,6 %	4,6 %	4,6 %	5,2 %	5,0 %
Depósitos y tesorería	3,5 %	3,5 %	4,1 %	3,7 %	3,4 %	3,7 %	3,1 %	2,8 %	5,0 %	4,6 %	4,8 %
Inmuebles	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	2,6 %	1,9 %	2,0 %	2,3 %	2,1 %
Otras inversiones	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	8,4 %	8,6 %	8,2 %	8,6 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

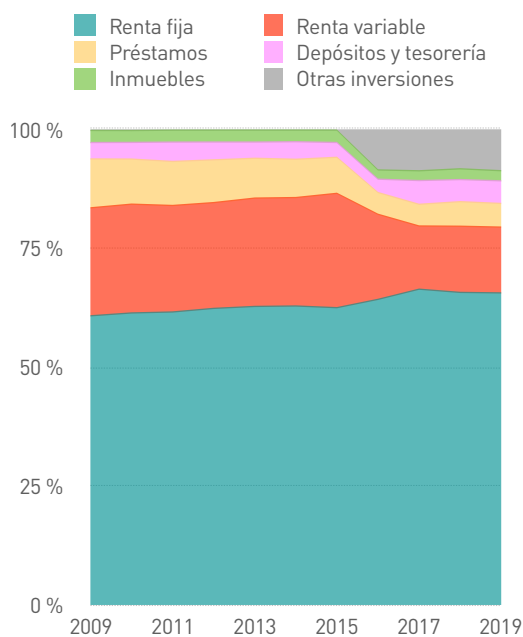
En lo que toca a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional por tipo de activos, destaca el aumento de 4,8 pp de las inversiones en renta fija a lo largo de la década, así como la caída de 8,9 pp en el porcentaje de las inversiones en renta variable. Debe destacarse que en la Eurozona (y, en general, en todos los mercados aseguradores), las inversiones en renta fija siguen manteniendo una posición preeminente dentro de las

carteras, en la medida en la que el modelo de negocio asegurador conlleva la necesidad de implementar estrategias de inversión orientadas por el pasivo (*liability-driven investment strategies*), a fin de lograr un adecuado casamiento en plazo y tipo de interés entre los pasivos asumidos y los instrumentos de inversión que los respaldan.

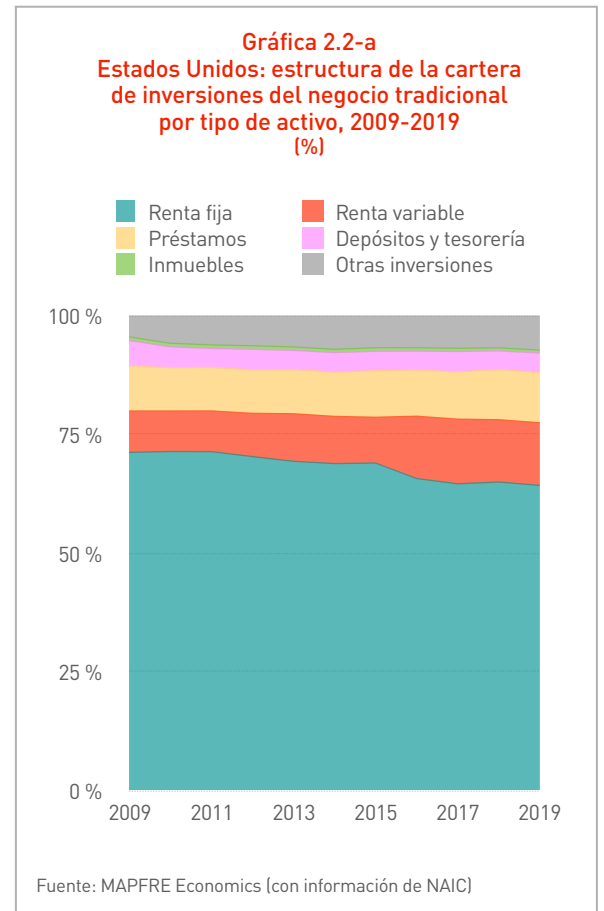
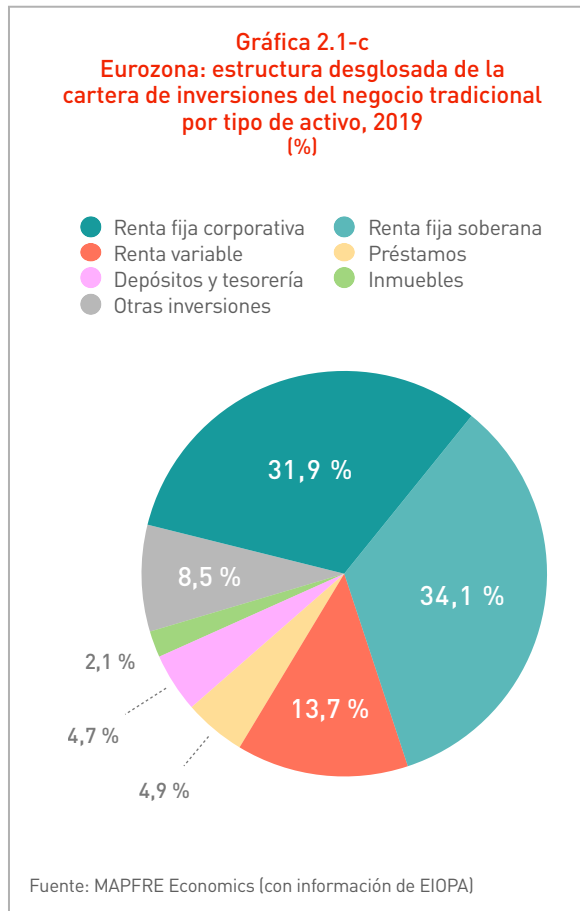
Por otro lado, como se ha venido comentando en anteriores informes, en 2016 se observa una ruptura de la serie en los porcentajes de renta variable dentro de la cartera agregada de inversiones del mercado de la Eurozona, los cuales se reducen con un aumento correlativo de la partida de otras inversiones, en lo que influyó la entrada en vigor del régimen regulatorio de Solvencia II (en 2016) y las nuevas cargas de capital asociadas a los diferentes tipos de activos, lo que habría producido una cierta reasignación de inversiones reduciéndose el porcentaje de renta variable. Empero, conviene también destacar que hasta el año 2016 la categoría de "otras inversiones" se utilizaba de forma muy residual, por lo que la variación puede deberse en parte a movimientos de reclasificación contable de las inversiones en cartera. De igual forma, la caída en el porcentaje de inversiones inmobiliarias en 2016 tiene que ver con la nueva clasificación bajo Solvencia II, que dejó fuera los inmuebles de uso propio (véanse la Tabla 2.1-b y la Gráfica 2.1-b).

Finalmente, la Gráfica 2.1-c presenta la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en la Eurozona. Las inversiones correspondientes a los fondos de inversión se

Gráfica 2.1-b
Eurozona: estructura de la cartera de
inversiones del negocio tradicional por tipo de
activo, 2009-2019
(%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)



presentan considerando la asignación de las inversiones efectuadas por los mismos (*look through approach*). Con esta información se añade detalle al desglose de las inversiones en renta fija, puntualizando que el 31,9% del total de la cartera de inversiones correspondió a inversiones en renta fija corporativa, en tanto que el 34,1% del total se localizó en inversiones en renta fija soberana.

2.2 Estados Unidos

La evolución de la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo a lo largo de la década 2009-2019 para el caso del mercado asegurador de los Estados Unidos, se ilustra en la Tabla 2.2 y en la Gráfica 2.2-a.

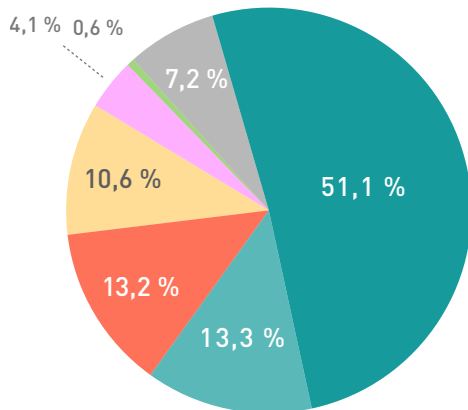
Tabla 2.2
Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019 (%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	71,4 %	71,5 %	71,5 %	70,5 %	69,5 %	69,0 %	69,1 %	65,9 %	64,7 %	65,1 %	64,4 %
Renta variable	8,7 %	8,5 %	8,6 %	9,1 %	10,0 %	9,9 %	9,6 %	13,1 %	13,6 %	13,1 %	13,2 %
Préstamos	9,5 %	9,1 %	9,1 %	9,2 %	9,3 %	9,3 %	9,8 %	9,7 %	9,9 %	10,6 %	10,6 %
Depósitos y tesorería	5,3 %	4,4 %	4,0 %	4,3 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %	4,0 %	4,3 %	3,9 %	4,1 %
Inmuebles	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Otras inversiones	4,4 %	5,7 %	6,0 %	6,2 %	6,5 %	7,0 %	6,7 %	6,6 %	6,8 %	6,7 %	7,2 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de la NAIC)

Gráfica 2.2-b
Estados Unidos: estructura desglosada de la
cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2019
 (%)

● Renta fija corporativa ● Renta fija soberana
 ● Renta variable ● Préstamos
 ● Depósitos y tesorería ● Inmuebles
 ● Otras inversiones



Fuente: MAPFRE Economics (con información de NAIC)

De acuerdo con esta información, a diferencia de la tendencia observada en los mercados aseguradores de la Eurozona, se observa que en el caso del mercado estadounidense las inversiones en renta fija se redujeron en -7 pp a lo largo del período de análisis 2009-2019, las cuales se concentraron esencialmente en valores de renta fija corporativa. Como se ilus-

tra en la Gráfica 2.2-b, con datos de 2019, el 51,1% del total de la cartera de inversiones era renta fija corporativa, en tanto que las inversiones en renta fija soberana representaron 13,3% de la cartera total. La renta variable suponía el 13,2% de la cartera total, destacando el hecho de que su peso se incrementó en 4,5 pp a lo largo de la década.

2.3 Japón

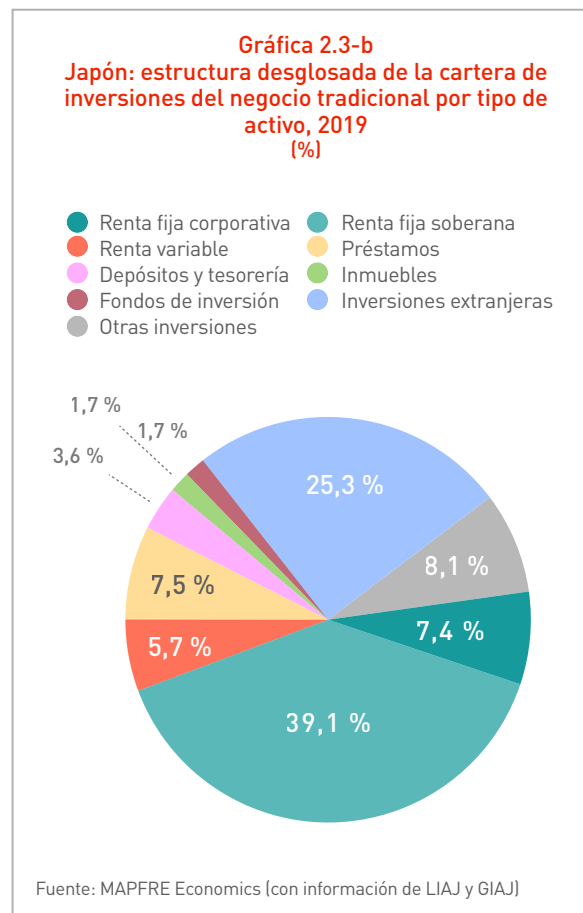
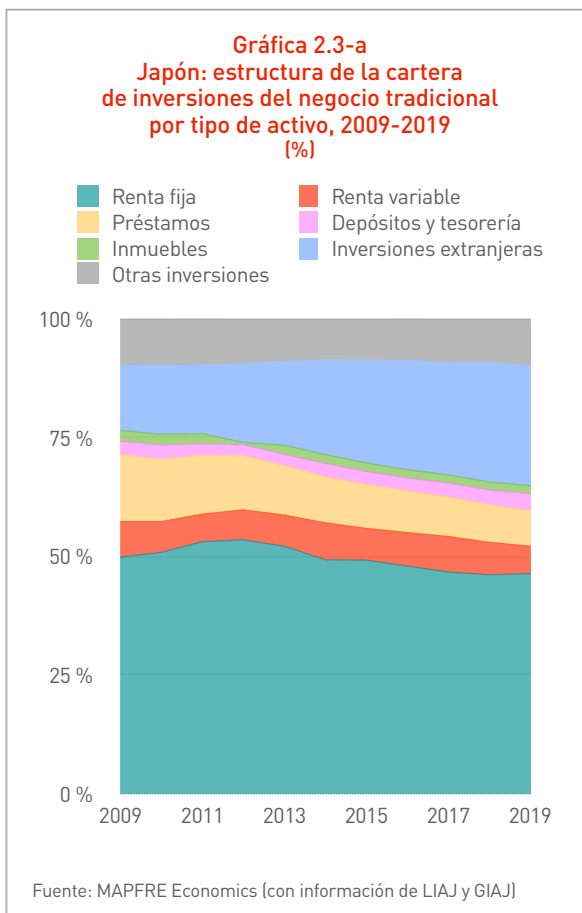
Para el caso del mercado asegurador de Japón, la evolución de la estructura de la cartera de inversiones a lo largo de la década 2009-2019 se ilustra en la Tabla 2.3 y en la Gráfica 2.3-a. Cabe señalar que una característica importante de la cartera de inversiones en este mercado consiste en el elevado porcentaje de inversiones extranjeras que mantienen las entidades aseguradoras niponas en la cartera agregada (25,3% de la cartera al cierre de 2019); clase de inversión que, además, ha experimentado un aumento de 11,6 pp a lo largo de la década, lo que supuso un incremento del 123% respecto del volumen de inversiones extranjeras registradas en 2009.

Conforme a la información que se presenta en la Gráfica 2.3-b, las compañías de seguros niponas son una fuente de inversión importante para los bonos soberanos japoneses y, en particular, en los denominados “*super-long-term government bonds*” (JGBs)³. Sin embargo, el actual entorno de bajos tipos de interés ha hecho muy difícil mantener el retorno de las inversiones y alinear al mismo tiempo la duración de activos y pasivos, teniendo en

Tabla 2.3
Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2009-2019
 (%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	50,0 %	51,0 %	53,2 %	53,6 %	52,2 %	49,4 %	49,3 %	48,1 %	46,8 %	46,2 %	46,5 %
Renta variable	7,5 %	6,5 %	5,8 %	6,3 %	6,5 %	7,8 %	6,7 %	7,0 %	7,4 %	6,8 %	5,7 %
Préstamos	14,1 %	13,1 %	12,4 %	11,4 %	10,5 %	9,7 %	9,3 %	8,8 %	8,3 %	7,9 %	7,5 %
Depósitos y tesorería	2,8 %	3,0 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,9 %	3,1 %	3,6 %
Inmuebles	2,3 %	2,2 %	2,2 %	0,5 %	1,9 %	1,8 %	1,8 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %	1,7 %
Inversiones en el extranjero	13,7 %	14,4 %	14,4 %	16,5 %	17,6 %	19,9 %	21,6 %	22,9 %	23,6 %	25,1 %	25,3 %
Otras inversiones	9,7 %	9,8 %	9,6 %	9,4 %	8,9 %	8,6 %	8,6 %	8,7 %	9,2 %	9,1 %	9,8 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de LIAJ y GIAJ)



cuenta que todavía subsisten carteras antiguas con altos tipos garantizados. Como se ha comentado en reportes previos, la reacción de las entidades aseguradoras en este entorno ha ido en la dirección de incrementar sus inversiones en el extranjero, principalmente bonos de los Estados Unidos, pero también del Reino Unido y Asia emergente, en busca de mayores rendimientos para cumplir con sus obligaciones de intereses garantizados. Esto ha provocado que las aseguradoras se encuentren más expuestas a los mercados internacionales y, por lo tanto, al riesgo de las oscilaciones de los tipos de cambio.

2.4 Reino Unido

La evolución de la cartera de inversión por tipo de negocio asegurador (distinguiendo el negocio tradicional y el “unit-linked”) para el caso del mercado asegurador de Reino Unido a lo largo de la década 2009-2019, se presenta en la Tabla 2.4-a y en la Gráfica 2.4-a.

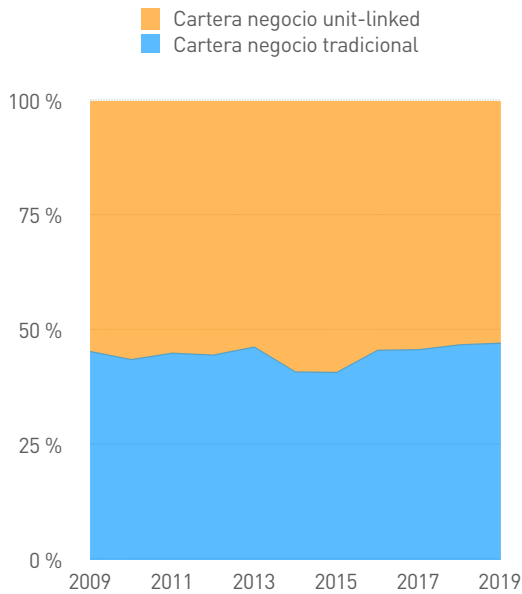
A diferencia de los datos para los mercados agregados de la Eurozona, en el caso del Reino Unido destaca una tendencia al aumento de la participación de la cartera de inversiones “unit-linked” respecto de la cartera del negocio tradicional, elemento idiosincrásico de este

Tabla 2.4-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019 (%)

Tipo de negocio	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cartera negocio tradicional	45,5 %	43,7 %	45,1 %	44,7 %	46,5 %	41,0 %	40,9 %	45,8 %	45,9 %	47,0 %	47,3 %
Cartera negocio unit-linked	54,5 %	56,3 %	54,9 %	55,3 %	53,5 %	59,0 %	59,1 %	54,2 %	54,1 %	53,0 %	52,7 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Gráfica 2.4-a
Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019 (%)



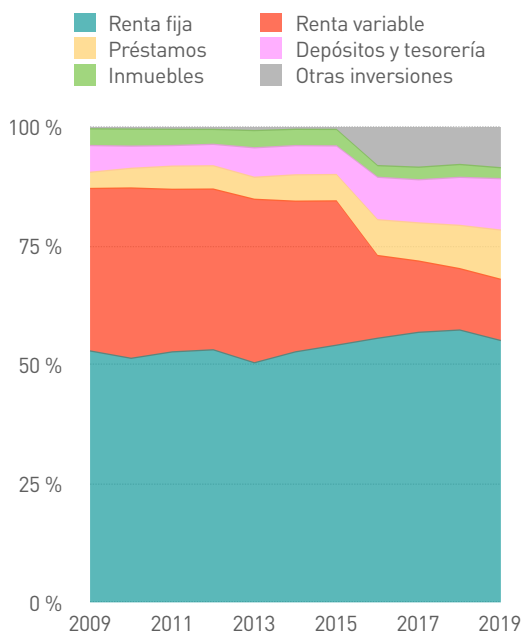
Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

mercado. Sin embargo, su peso en la cartera total parece haberse estabilizado, presentando una ligera caída en el período 2009-2019, pasando de 54,5% al 52,7%, registrando en cualquier caso la participación relativa más alta de entre los mercados analizados en este informe.

Por lo que toca a la evolución de la estructura de la cartera de inversiones tradicional por tipo de activos en Reino Unido a lo largo del período 2009-2019, se observa que el porcentaje de bonos de renta fija ha experimentado un ligero retroceso situándose en el 55,2%, frente al 57,4% del año anterior (véanse la Tabla 2.4-b y la Gráfica 2.4-b). Por otro lado, destaca de forma significativa el incremento de 7,0 pp que ha tenido a lo largo de la década el peso de la partida de préstamos (10,4% en 2019 frente al 3,4% en 2009), lo que representa un incremento del 397% respecto del volumen de este tipo de inversiones al inicio de la década.

Por último, cabe comentar que, al igual que ocurre con la Eurozona, la entrada en vigor del régimen de regulación prudencial Solvencia II supuso una cierta relocalización de inversiones, reduciéndose el porcentaje de renta variable. No obstante, conviene también destacar que la categoría de "otras inversiones" (que hasta entonces se utilizaba de forma muy residual) se incrementa notablemente, por lo que la variación puede deberse en parte a movimientos de reclasificación contable de las inversiones en cartera.

Gráfica 2.4-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Finalmente, la estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo para el mercado de Reino Unido en 2019 se ilustra en la Gráfica 2.4-c. A partir de esta información puede identificarse la composición relativa de las inversiones en renta fija, indicando que el 36,0% de la cartera total de inversiones correspondió a la renta fija corporativa, mientras que el 19,2% de la cartera total lo hizo a la renta fija soberana; estructura que contrasta con la que predomina en la Eurozona y se acerca más a la que presenta el mercado asegurador estadounidense.

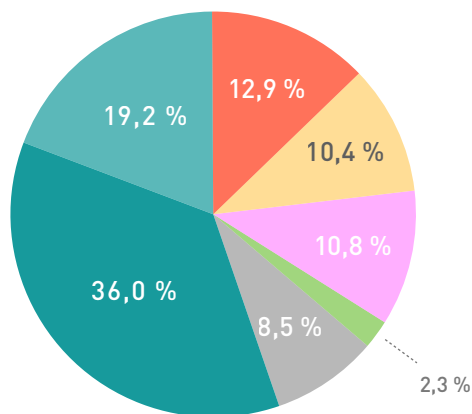
Tabla 2.4-b
Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019
 (%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	53,0 %	51,5 %	52,8 %	53,2 %	50,5 %	52,8 %	54,2 %	55,7 %	56,9 %	57,4 %	55,2 %
Renta variable	34,2 %	35,8 %	34,2 %	33,8 %	34,4 %	31,7 %	30,3 %	17,4 %	15,0 %	12,9 %	12,9 %
Préstamos	3,4 %	4,1 %	4,9 %	4,9 %	4,6 %	5,5 %	5,5 %	7,5 %	8,0 %	9,1 %	10,4 %
Depósitos y tesorería	5,6 %	4,7 %	4,3 %	4,5 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	8,9 %	9,1 %	10,1 %	10,8 %
Inmuebles	3,5 %	3,6 %	3,4 %	3,1 %	3,6 %	3,4 %	3,5 %	2,4 %	2,6 %	2,8 %	2,3 %
Otras inversiones	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	8,0 %	8,4 %	7,7 %	8,5 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

Gráfica 2.4-c
Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019
 (%)

- Renta fija corporativa
- Renta fija soberana
- Renta variable
- Préstamos
- Depósitos y tesorería
- Inmuebles
- Otras inversiones



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

2.5 España

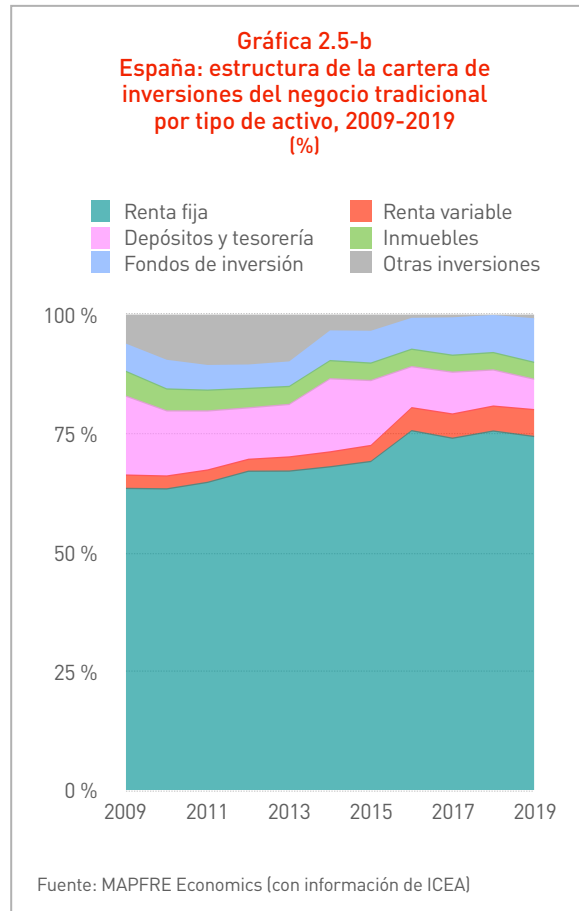
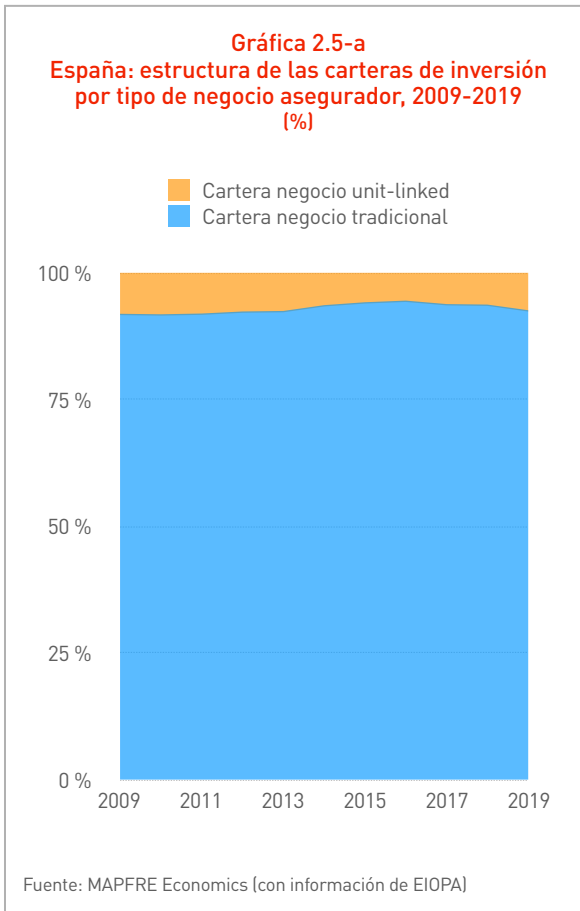
Como se ha enfatizado en versiones previas de este informe, el mercado asegurador español continúa siendo uno de los que presentan una menor participación de la cartera de inversiones “unit-linked” en la Eurozona (el menor de la muestra analizada), con el 7,4% en 2019. No obstante, este tipo de inversiones experimentaron un crecimiento significativo de 1,1 pp respecto al año previo en cuanto a su peso sobre las inversiones totales, y del 26,6% respecto del volumen de este tipo de inversiones en el ejercicio previo (véanse la Tabla 2.5-a y la Gráfica 2.5-a). A pesar de ello, el porcentaje de este tipo de inversiones es todavía inferior al que mostraba al principio de la década 2009-2019, pero continúa con la senda de recuperación iniciada en el año 2016, aunque el porcentaje continúa significativamente por debajo de la media de la Eurozona, en la que, en 2019, representaba el 16,4% de las inversiones totales.

Por lo que se refiere a la evolución que ha mostrado la estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo en España a lo largo de 2009-2019, se

Tabla 2.5-a
España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019
 (%)

Tipo de negocio	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cartera negocio tradicional	91,9 %	91,8 %	92,0 %	92,4 %	92,5 %	93,6 %	94,2 %	94,5 %	93,8 %	93,7 %	92,6 %
Cartera negocio unit-linked	8,1 %	8,2 %	8,0 %	7,6 %	7,5 %	6,4 %	5,8 %	5,5 %	6,2 %	6,3 %	7,4 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)



observa que mientras que en 2009 las inversiones en renta fija representaron el 63,6% del total, para 2019 ese porcentaje se había elevado al 74,5% (+10,9 pp), al tiempo que se redujo la partida de depósitos y tesorería en ese período (-10 pp). En esta reasignación de la cartera agregada destaca el movimiento del año 2016 en el que las inversiones en renta fija se incrementaron en un 6,5% mientras que los depósitos y tesorería se redujeron en un -5%

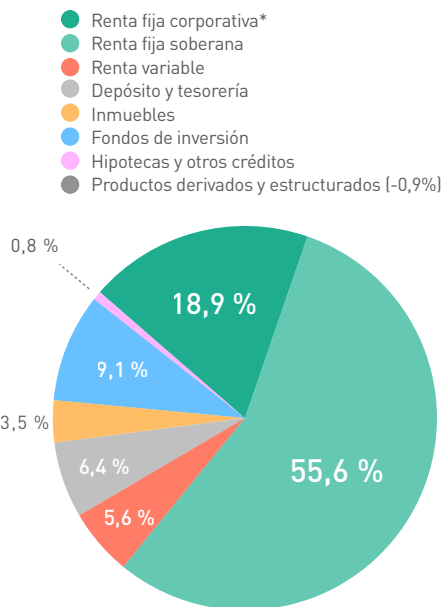
(véase la Tabla 2.5-b y la Gráfica 2.5-b). En este movimiento pudo tener influencia no solo la entrada en vigor de Solvencia II, sino también la política monetaria adoptada por el Banco Central Europeo que redujo en ese año la facilidad de depósito a -40 puntos básicos (-50 pb en la actualidad), penalizando de forma acusada la tenencia de tesorería por parte de los agentes económicos, cuyo peso ha vuelto a decrecer en 2019.

Tabla 2.5-b
España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019 (%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	63,6 %	63,5 %	64,9 %	67,2 %	67,2 %	68,1 %	69,3 %	75,7 %	74,1 %	75,7 %	74,5 %
Renta variable	2,8 %	2,7 %	2,6 %	2,5 %	3,0 %	3,1 %	3,4 %	4,8 %	5,1 %	5,2 %	5,6 %
Depósitos y tesorería	16,6 %	13,7 %	12,4 %	10,8 %	11,1 %	15,4 %	13,7 %	8,6 %	8,8 %	7,6 %	6,4 %
Inmuebles	5,2 %	4,6 %	4,4 %	4,1 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %	3,5 %
Fondos de inversión	5,7 %	6,0 %	5,2 %	4,9 %	5,1 %	6,2 %	6,7 %	6,5 %	7,8 %	7,8 %	9,1 %
Otras inversiones	6,1 %	9,5 %	10,6 %	10,5 %	9,8 %	3,3 %	3,4 %	0,7 %	0,6 %	0,1 %	0,8 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de ICEA)

Gráfica 2.5-c
España: estructura desglosada de la
cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2019
(%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ICEA)
 * Valor neto después de la deducción del efecto de la valuación de productos derivados y estructurados (-0,9%).

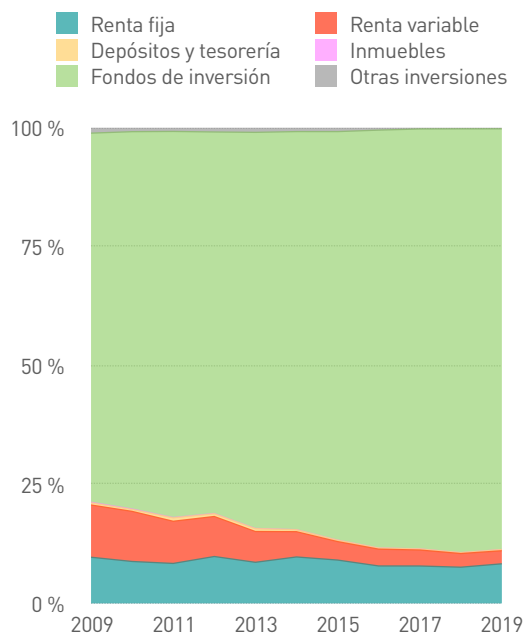
Finalmente, el desglose de las inversiones para 2019 que se ilustra en la Gráfica 2.5-c (aplicando el enfoque de transparencia o “look through” a las inversiones a través de los fondos de inversión), muestra el predominio de la renta fija soberana, la cual representó el 55,6% del total de la cartera de inversiones, en tanto que la renta fija corporativa significó el 18,9% del total de las inversiones. Así, en España es de destacar el alto porcentaje de inversiones en bonos soberanos, así como el menor porcentaje

de inversiones en renta variable, comparado con la media de la Eurozona.

2.6 Brasil

A diferencia de lo que ocurre en otros países, el mercado asegurador brasileño se caracteriza por el alto porcentaje de inversiones gestionadas a través de fondos de inversión. Como se desprende de la información que se presenta en la Tabla 2.6 y en la Gráfica 2.6-a, en

Gráfica 2.6-a
Brasil: estructura de la cartera de inversiones
del negocio tradicional por tipo de activo,
2009-2019
(%)



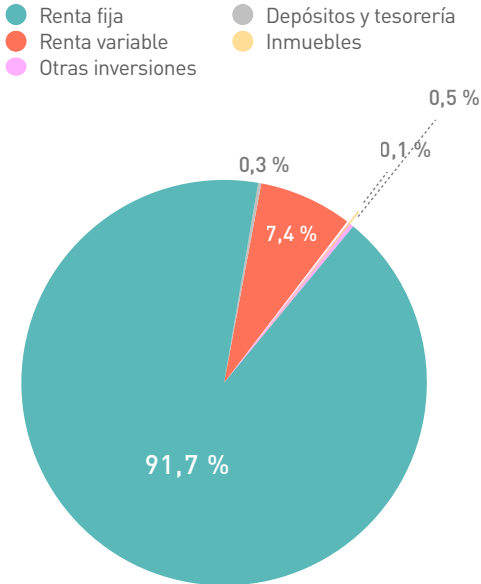
Fuente: MAPFRE Economics (con información de SUSEP)

Tabla 2.6
Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2009-2019
(%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	9,8 %	9,0 %	8,5 %	10,0 %	8,8 %	9,9 %	9,3 %	8,0 %	8,0 %	7,8 %	8,5 %
Renta variable	11,0 %	10,5 %	8,9 %	8,4 %	6,5 %	5,3 %	3,9 %	3,5 %	3,4 %	2,9 %	2,7 %
Depósitos y tesorería	0,4 %	0,4 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %
Inmuebles	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fondos de inversión	77,6 %	79,3 %	81,2 %	80,2 %	83,3 %	83,7 %	85,9 %	87,8 %	88,3 %	89,1 %	88,4 %
Otras inversiones	1,0 %	0,7 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de SUSEP)

Gráfica 2.6-b
Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de SUSEP)

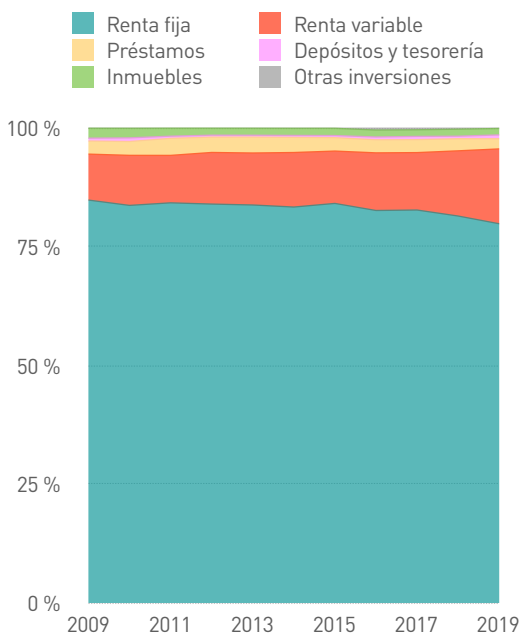
2019 las inversiones en fondos de inversión representaban el 88,4% de la cartera, con un aumento de 10,8 pp a lo largo del período 2009-2019.

De acuerdo con información de la Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP), la mayor parte de los activos invertidos a través de fondos de inversión son valores de renta fija. De esta forma, como se muestra en la Gráfica 2.6-b con datos para 2019, las inversiones en renta fija del mercado asegurador brasileño habrían representado el 91,7% del total de la cartera de inversiones, mientras que la renta variable representaba el 7,4%; partida que ha aumentado su peso relativo en la cartera en 0,9 pp a lo largo de la pasada década⁴.

2.7 México

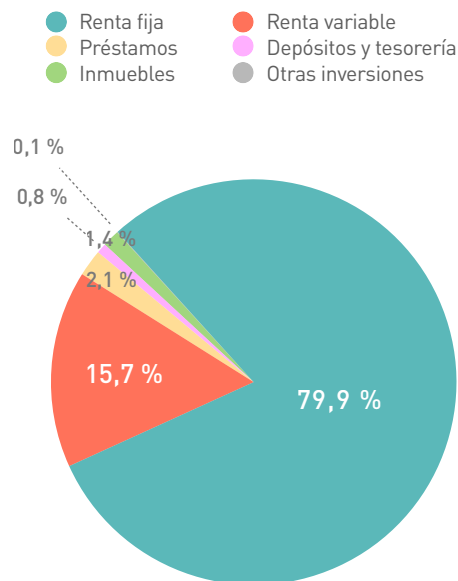
Como ocurre con la gran mayoría de los mercados aseguradores, en el caso de México se observa igualmente un fuerte predominio de las inversiones en renta fija dentro de la cartera de inversiones a lo largo del período 2009-2019 (véanse la Tabla 2.7, y las Gráficas

Gráfica 2.7-a
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

Gráfica 2.7-b
México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

Tabla 2.7
México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional
por tipo de activo, 2009-2019
 (%)

Tipo de activo	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija	84,9 %	83,8 %	84,3 %	84,0 %	83,9 %	83,4 %	84,2 %	82,7 %	82,8 %	81,5 %	79,9 %
Renta variable	9,7 %	10,5 %	10,0 %	10,9 %	10,9 %	11,5 %	11,0 %	12,1 %	12,1 %	13,7 %	15,7 %
Préstamos	2,7 %	2,9 %	3,6 %	3,2 %	3,3 %	3,2 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %	2,5 %	2,1 %
Depósitos y tesorería	0,6 %	0,8 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %	0,5 %	0,8 %
Inmuebles	2,1 %	2,0 %	1,7 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,4 %
Otras inversiones	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de CNSF)

2.7-a y 2.7-b). No obstante, en ese lapso la participación de las inversiones en renta fija redujo su participación de 84,9% a 79,9% (-5 pp), aumentado la participación de las inversiones en renta variable en 6,1 pp, al pasar de 9,7% en 2006 a 15,7% en 2019. Asimismo, es de destacar el crecimiento significativo de la

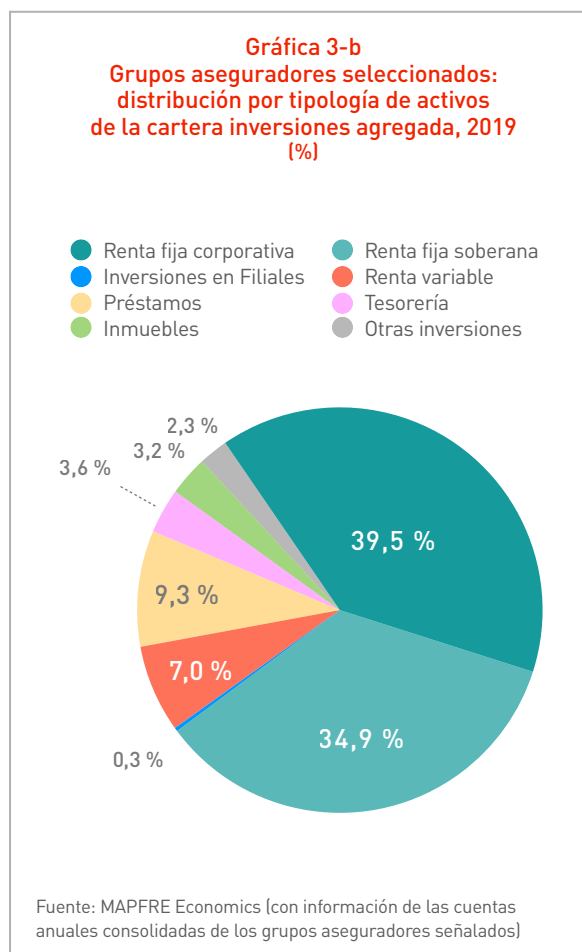
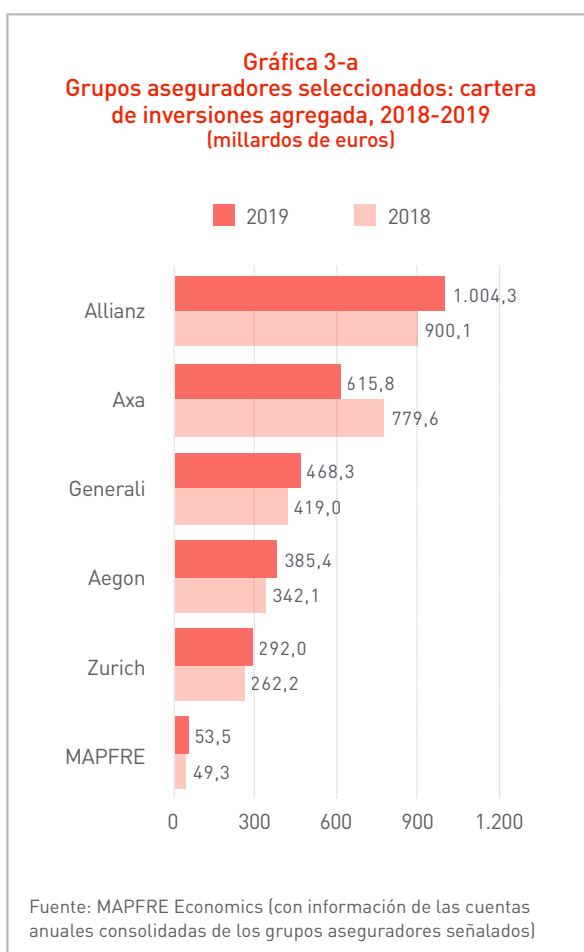
partida de renta variable respecto de 2018, incrementando su peso relativo en la cartera total en 2 pp, con un incremento en su volumen del 25,8%.

3. Estructura de las carteras de inversiones de grandes grupos europeos

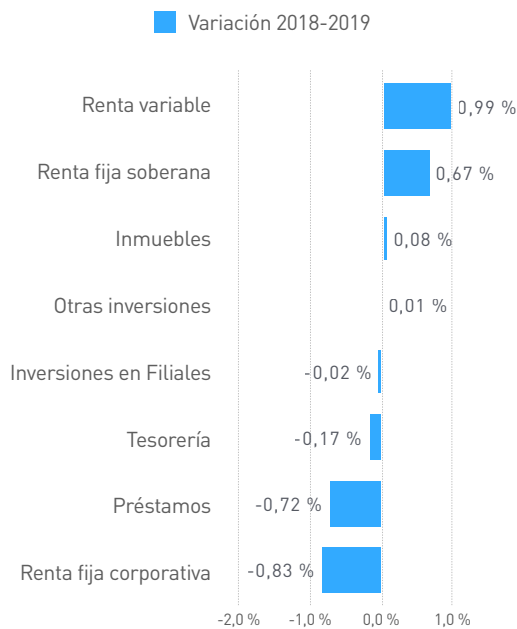
A fin de completar el análisis relativo a la distribución de las inversiones de las entidades aseguradoras, se muestra a continuación un análisis de las carteras de inversiones de un conjunto seleccionado de grupos aseguradores europeos (por estar localizada su matriz en este territorio), que pueden ser considerados como entidades globales, al tratarse de grupos internacionalmente activos con un volumen de negocio transfronterizo elevado. La selección de grupos realizada (que incluye a Allianz, Axa, Generali, Aegon, Zurich y MAPFRE) se caracteriza por disponer de una información suficientemente homogénea para realizar una comparativa de sus carteras de inversiones, incluyendo la cartera ordinaria, los préstamos concedidos, la tesorería y las inversiones afectas a productos tipo “unit-linked”.

De esta forma, la información analizada en la Gráfica 3-a muestra que los dos mayores grupos europeos bajo este criterio de análisis son Allianz y Axa, a una distancia significativa del resto, aunque en 2019 el grupo Generali ha acortado distancia respecto a Axa que ha experimentado una reducción significativa en el volumen de inversiones gestionadas respecto del año anterior.

El análisis agregado de las carteras de inversiones del negocio tradicional de estos grupos (excluido el negocio tipo unit-linked), que se ilustra en la Gráfica 3-b, pone de relieve el predominio de la renta fija corporativa, que representa el 39,5% de las inversiones, si bien en 2019 experimentó una ligera reducción de 0,83 puntos porcentuales (pp) respecto del año

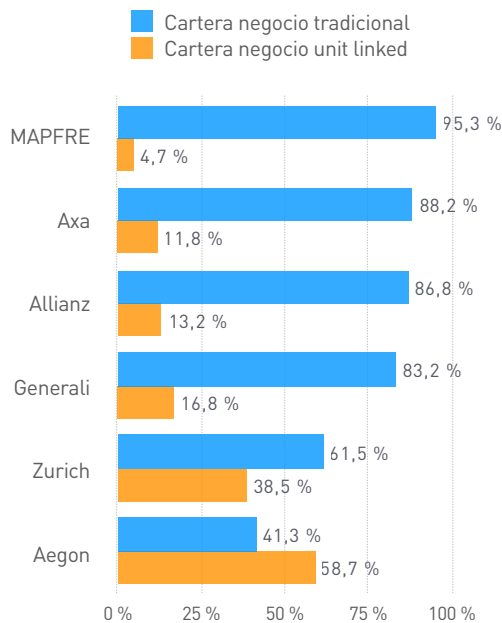


Gráfica 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: variación
en la tipología de activos de la cartera
inversiones agregada, 2018-2019
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Gráfica 3-d
Grupos aseguradores seleccionados:
distribución por tipología de activos de la cartera
inversiones, 2019
 (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

anterior. Por su parte, la renta fija soberana al cierre de 2019 representaba el 34,9% de la cartera, viendo incrementado su peso en 0,67 pp respecto al cierre del año anterior (véase la Gráfica 3-c).

Por otra parte, la Tabla 3-a y la Gráfica 3-d muestran la distribución de las carteras de inversiones entre el negocio tradicional y en el que el tomador asume el riesgo de la inversión (unit-linked y asimilados) para el conjunto de grupos aseguradores comprendidos en la muestra analizada. De esta información destaca

el caso de Aegon, en el que la cartera del negocio unit-linked y asimilado presenta un porcentaje mayoritario (58,7%), en lo que influye fuertemente su negocio de Vida en los Estados Unidos, mercado en el que predominan los productos del tipo "variable annuity". En el polo opuesto, se ubicaría el Grupo MAPFRE, entidad en la que las inversiones asociadas al negocio tradicional representan el 95,3% de la cartera total. En los demás grupos aseguradores se dan diferentes combinaciones intermedias en las que, en general, predominan las carteras vinculadas al negocio tradicional.

Tabla 3-a
Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2018-2019
 (%)

Tipo de negocio	Allianz		Axa		Generali		Aegon		Zurich		MAPFRE	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Cartera negocio tradicional	86,8 %	87,2 %	88,2 %	78,4 %	83,2 %	84,3 %	41,3 %	43,2 %	61,5 %	63,6 %	95,3 %	95,4 %
Cartera negocio tipo unit linked	13,2 %	12,8 %	11,8 %	21,6 %	16,8 %	15,7 %	58,7 %	56,8 %	38,5 %	36,4 %	4,7 %	4,6 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Tabla 3-b
Grupos aseguradores seleccionados: distribución por
tipología de activos de la cartera inversiones 2018-2019
 (%)

Tipo de activo	Allianz		Axa		Generali		Aegon		Zurich		MAPFRE	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Renta fija corporativa	46,5 %	47,0 %	34,1 %	36,0 %	35,9 %	37,6 %	37,4 %	36,5 %	37,7 %	39,6 %	18,3 %	19,0 %
Renta fija soberana	27,3 %	27,0 %	42,6 %	39,8 %	45,2 %	45,1 %	17,2 %	18,5 %	35,6 %	33,5 %	59,0 %	58,7 %
Renta variable	9,0 %	8,1 %	5,6 %	4,5 %	7,0 %	6,0 %	2,9 %	2,9 %	9,1 %	8,5 %	5,4 %	5,1 %
Préstamos	12,9 %	13,8 %	3,7 %	5,8 %	3,3 %	3,0 %	28,5 %	29,1 %	7,1 %	7,4 %	0,0 %	0,0 %
Tesorería	2,4 %	2,2 %	4,0 %	5,4 %	3,6 %	3,1 %	7,7 %	5,9 %	3,9 %	4,5 %	5,0 %	4,7 %
Inmuebles	1,5 %	1,6 %	4,3 %	3,6 %	4,1 %	4,3 %	1,8 %	1,8 %	6,6 %	6,5 %	4,8 %	4,5 %
Otras inversiones	0,4 %	0,4 %	5,7 %	4,9 %	0,9 %	0,8 %	5,9 %	6,7 %	0,0 %	0,0 %	7,5 %	8,1 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Por su parte, la Tabla 3-b muestra el peso relativo al cierre de 2019 de las distintas categorías de activos para cada uno de los grupos aseguradores analizados y su comparativa respecto al año anterior. Como se ha apuntado antes, en términos generales, se observa el importante peso que tienen las inversiones en renta fija, tanto corporativa como soberana, destacando, en el primer caso, Allianz con inversiones en renta fija corporativa que

representan el 46,5% de su cartera total y, en el segundo caso, MAPFRE con inversiones en renta fija soberana por el 59,0% de su cartera.

Finalmente, la Tabla 3-c resume el perfil de crédito de las inversiones con el mayor nivel de desagregación que se presenta en los estados financieros consolidados de los grupos aseguradores objeto de análisis para 2019, en tanto que la Tabla 3-d presenta los cambios en

Tabla 3-c
Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2019
 (%)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aegon		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	19,5 %	19,2 %	20,0 %	4,9 %	8,4 %	74,7 %	17,9 %	24,5 %	13,7 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	44,1 %	13,3 %	31,0 %	31,3 %	10,4 %	18,7 %	7,4 %	25,1 %	8,7 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	15,5 %	25,9 %	22,0 %	20,3 %	26,6 %	1,1 %	35,9 %	15,5 %	53,1 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	15,7 %	33,8 %	22,0 %	42,9 %	48,2 %	4,1 %	31,4 %	30,5 %	21,4 %
Grado de calidad < 3	4,4 %	2,7 %	2,0 %	0,6 %	5,8 %	1,4 %	7,3 %	3,6 %	1,1 %
Sin calificación crediticia (<i>non-rated</i>)	0,8 %	5,1 %	3,0 %	0,1 %	0,5 %	0,0 %	0,2 %	0,9 %	2,0 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

Tabla 3-d
Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el
perfil de crédito de la cartera inversiones, 2018-2019
 (%)

Calificación crediticia	Allianz		Axa	Generali		Aegon		Zurich	MAPFRE
	Soberanos	Corporativos	Total	Soberanos	Corporativos	Soberanos	Corporativos	Total	Total
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	-1,2 %	-1,7 %	0,0 %	-0,7 %	-0,5 %	-0,1 %	2,8 %	-0,8 %	2,0 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	-0,3 %	-1,9 %	4,0 %	-1,6 %	-0,2 %	0,6 %	-0,9 %	-1,6 %	-5,1 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	1,3 %	3,2 %	-2,0 %	1,4 %	1,2 %	-1,2 %	-2,7 %	0,5 %	1,6 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	-0,2 %	0,1 %	-2,0 %	1,1 %	0,3 %	0,6 %	3,0 %	2,2 %	1,9 %
Grado de calidad < 3	0,5 %	0,1 %	0,0 %	-0,3 %	-0,5 %	0,2 %	-0,5 %	-0,2 %	-1,2 %
Sin calificación crediticia (<i>non-rated</i>)	0,0 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	-0,3 %	0,0 %	2,2 %	-0,1 %	0,8 %

Fuente: MAPFRE Economics (con información de las cuentas anuales consolidadas de los grupos aseguradores señalados)

el perfil de crédito de las inversiones de las carteras respecto a 2018. De esta información se desprende que, en términos generales, más del 50% de las inversiones se encuentran dentro

de los tres primeros niveles de calificación crediticia (en el rango entre 0 y 2, es decir, entre AAA y A o equivalente).

4. Cargas de capital aplicables en la Unión Europea

Como una referencia general para el análisis respecto a las inversiones que se presenta en este informe, en esta sección se muestra una comparativa de las diferentes cargas brutas de capital regulatorio aplicables a aquellas categorías más representativas dentro de las carteras de inversiones de las aseguradoras, para las entidades aseguradoras europeas que aplican la fórmula estándar en Solvencia II, las cuales tienen cierta influencia en la composición de las carteras de inversión de los grupos aseguradores en esta región del mundo.

4.1 Inversión en bonos de renta fija

Las inversiones en bonos de renta fija tienen unas cargas de capital específicas derivadas del riesgo de diferencial (*spread*) y del riesgo de concentración. Las cargas por riesgo de diferencial y por riesgo de concentración dependen a su vez de: (i) la clase de activo; (ii) de su rating (calificación de riesgo crediticio); (iii) de la duración residual del bono ponderada

por la cuantía de los flujos futuros (duración modificada), y (iv) de la concentración con una misma contraparte. Además, pueden determinarse cargas adicionales de capital en el caso de una deficiente gestión del riesgo de descasamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos.

Cargas de capital por riesgo de diferencial (*spread*)

La Tabla 4 muestra una comparativa de las cargas brutas de capital aplicables a distintos tipos de bonos por año de duración. Para calcular la carga bruta total de un bono concreto debe multiplicarse su duración modificada (ponderada por el importe de los flujos) por los porcentajes que aparecen en la referida Tabla 4. Para duraciones superiores a cinco años, los porcentajes aplicables al exceso de duración son algo menores, con el propósito de no penalizar en exceso a las inversiones a largo plazo⁵.

Tabla 4
Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración (%)

Calificación crediticia***	Bono soberano EEE*	Bono soberano no EEE	Bono corporativo	Infraestructuras admisibles	Cédulas hipotecarias	Titulizaciones STS** preferentes	Titulizaciones no STS**
Grado de calidad 0 (AAA o equivalente)	0,0 %	0,0 %	0,9 %	0,6 %	0,7 %	1,0 %	12,5 %
Grado de calidad 1 (AA o equivalente)	0,0 %	0,0 %	1,1 %	0,8 %	0,9 %	1,2 %	13,4 %
Grado de calidad 2 (A o equivalente)	0,0 %	1,1 %	1,4 %	1,0 %	1,4 %	1,6 %	16,6 %
Grado de calidad 3 (BBB o equivalente)	0,0 %	1,4 %	2,5 %	1,7 %	2,5 %	2,8 %	19,7 %
Grado de calidad 4 (BB o equivalente)	0,0 %	2,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	5,6 %	82,0 %
Grado de calidad 5 (B o equivalente)	0,0 %	4,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	9,4 %	100,0 %
Grado de calidad 6 (inferior a B o equivalente)	0,0 %	4,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	9,4 %	100,0 %

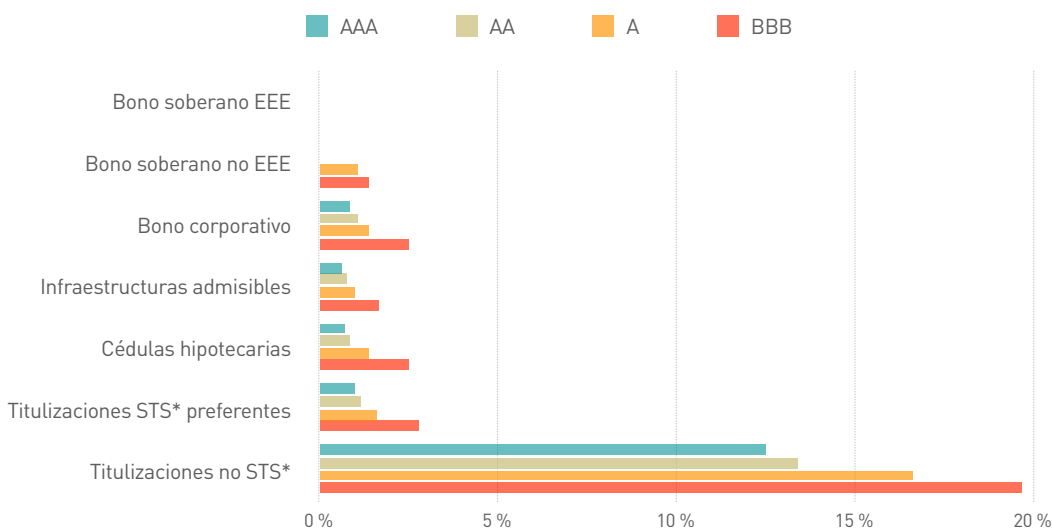
Fuente: MAPFRE Economics (en base al Reglamento Delegado (UE) 2015/35)

* Espacio Económico Europeo (EEE)

** Titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés)

*** Véase el enlace a la tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA (véase la referencia 4/ de este informe).

Gráfica 4
Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con información de EIOPA)

* Titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés)

Por su parte, la Gráfica 4 ilustra el comportamiento de las cargas de capital presentando una comparativa de las cargas brutas por año de duración de los bonos ubicados en el rango de grado de inversión. Se puede observar que las inversiones en bonos soberanos de países del Espacio Económico Europeo (EEE) no tienen carga de capital por riesgo de diferencial, siempre que estén denominados y financiados en su misma moneda. No obstante, si no se gestionan adecuadamente las divisas y las duraciones, podrían dar lugar a una carga de capital como consecuencia de los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y/o de los tipos de cambio, en el caso de descasamiento de flujos y/o de divisas entre activos y pasivos. Además, un aumento de los *spreads* de mercado impactaría en los fondos propios admisibles para cubrir los requisitos de capital, al caer el valor de mercado de esos bonos soberanos. Si se trata de inversiones en deuda soberana de países distintos a los Estados miembros con una calificación crediticia de AAA o AA (o equivalente⁶), tampoco tienen carga de capital por riesgo de diferencial. Para calificaciones crediticias inferiores, la carga de capital depende del rating y de la duración modificada del bono en cuestión.

Por ejemplo, un bono de deuda soberana de países distintos a los Estados miembros con una calificación crediticia A y cinco años de duración tendría una carga de capital bruta del 5,5%. Si su duración es de diez años, la carga sería del 8,4%. Si el bono tuviese una calificación BBB, las cargas serían del 7% y del 10,5%, respectivamente. Los bonos que carecen de rating tienen cargas de capital específicas que se mueven en un rango entre las cargas aplicables a los bonos corporativos ordinarios BBB y BB.

Es importante destacar que estos porcentajes se aplican tanto a las inversiones directas como a las realizadas mediante fondos de inversión, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia (*look through*).

Cargas de capital por riesgo de concentración

Por otra parte, en caso de existir concentraciones de riesgos con una determinada contraparte por encima de un determinado umbral, se aplica una carga de capital adicional. En general, no es habitual que las entidades aseguradoras superen dichos umbrales, que normalmente vienen a estar por encima de los fijados en sus políticas de gestión de riesgos, dentro de lo que es el control de límites. No obstante, las cargas de capital derivadas de su

incumplimiento penalizan fuertemente la concentración. Como ejemplo de lo anterior, una inversión en un bono AA de una contraparte cuya exposición supere el 3% del total de activos de la entidad recibiría una carga adicional del 12% sobre el exceso de exposición. Si es un bono BBB, la sobrecarga de capital sería del 27% sobre el exceso de exposición que supere el 1,5% del total de activos de la entidad. No obstante, las inversiones en bonos soberanos de países del EEE no tienen carga de capital por riesgo de concentración, siempre que estén denominados y financiados en su misma moneda.

4.2 Inversiones en acciones

La carga bruta de capital aplicable a las inversiones en acciones cotizadas en mercados regulados de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) es del 39% del valor de las acciones. Esta carga, a su vez, debe ajustarse por el denominado "ajuste simétrico" el cual tiene efectos contra-cíclicos, dentro de unos límites que van entre el -10% y el +10%. No obstante, actualmente subsiste un régimen transitorio que permite aplicar cargas menores hasta el año 2022, inclusive, que crecen de forma progresiva un 2,5% hasta alcanzar el 39% en 2023 (más-menos el ajuste anticíclico).

Para los instrumentos de renta variable por inversiones en infraestructuras que cumplan los requisitos de admisibilidad para recibir un trato preferente, la carga bruta de capital es del 30%, más el 77% del ajuste simétrico previsto para la inversión en acciones. Para acciones no cotizadas, la carga de capital es del 49% más el ajuste simétrico. Asimismo, existen casos especiales en los que las cargas de capital pueden resultar inferiores, como en el caso de las participaciones estratégicas.

4.3 Cargas de capital por las inversiones inmobiliarias

Por otra parte, la carga de capital bruta por riesgo de mercado para las inversiones inmobiliarias es del 25% del valor del inmueble. Al igual que ocurre con el resto de activos, este porcentaje es tanto para las inversiones directas como las realizadas mediante fondos de inversión inmobiliarios, a los que se aplica el denominado enfoque de transparencia (*look*

through). Existe una carga de capital adicional en el caso de excesos de exposición en un único inmueble. El umbral de exceso es del 10% del valor de todos los activos de la entidad aseguradora, excluyendo del cómputo algunos activos como los correspondientes a contratos de seguros de Vida en los que el tomador asume íntegramente el riesgo de inversión (tipo "unit-linked"). La carga adicional de capital sería de un 12% sobre el exceso. Los inmuebles situados en un mismo edificio se consideran un único inmueble.

4.4 Beneficios de diversificación y capacidad de absorción de pérdidas

Por último, es importante destacar que las cargas de capital expuestas son cargas brutas. Los beneficios de diversificación, la capacidad de absorción de pérdidas por los impuestos diferidos y el hecho de que las inversiones puedan estar afectas a carteras de productos con participaciones en beneficios discrecionales, hacen que la carga de capital en términos de fondos propios requeridos pueda ser inferior, dependiendo del perfil de riesgo de la entidad aseguradora de que se trate. La capacidad de absorción de pérdidas por los impuestos diferidos puede llegar a reducir la carga de capital hasta un porcentaje equivalente al tipo impositivo del impuesto sobre sociedades. Asimismo, la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas dependerá de los productos que tenga la entidad en cartera con participaciones en beneficios discrecionales.

Referencias

- 1/ Servicio de Estudios de MAPFRE (2020), *Inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 2/ Véase: MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Véase: https://www.mof.go.jp/english/jgbs/publication/debt_management_report/2019/index.html
https://www.moodys.com/research/Moodys-Japanese-life-insurers-post-profits-for-more-than-20--PR_385153
- 4/ Véase: MAPFRE (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE. Tabla 3.2.3-c, p. 201.
- 5/ Los referidos porcentajes reducidos pueden encontrarse en el Artículo 176 del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 (Solvencia II).
- 6/ Tabla de equivalencia de calificaciones crediticias de EIOPA:
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02016R1800-20180515>

Índice de tablas y gráficas

Tablas

Tabla S-1	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2019	13
Tabla S-2	Mercados seleccionados: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2019	14
Tabla S-3	Mercados seleccionados: estructura desagregada de las carteras de inversión del negocio tradicional, 2019	14
Tabla S-4	Mercados seleccionados: síntesis de la estructura de la cartera de inversiones por tipo de activo, 2019	15
Tabla 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019	19
Tabla 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	20
Tabla 2.2	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	21
Tabla 2.3	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	22
Tabla 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019	23
Tabla 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	25
Tabla 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019	25
Tabla 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	26
Tabla 2.6	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	27
Tabla 2.7	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	29
Tabla 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: peso de las inversiones por tipo de negocio, 2018-2019	32
Tabla 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones 2018-2019	33
Tabla 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: perfil de crédito de la cartera inversiones, 2019	33
Tabla 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: cambios en el perfil de crédito de la cartera inversiones, 2018-2019	34
Tabla 4	Cargas brutas de capital aplicables a bonos por año de duración	35

Gráficas

Gráfica 1-a	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador, 2016-2019	17
Gráfica 1-b	Mercados seleccionados: inversiones gestionadas por el sector asegurador respecto al PIB, 2016-2019	17
Gráfica 2.1-a	Eurozona: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019	19
Gráfica 2.1-b	Eurozona: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	20
Gráfica 2.1-c	Eurozona: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	21
Gráfica 2.2-a	Estados Unidos: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	21
Gráfica 2.2-b	Estados Unidos: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	22
Gráfica 2.3-a	Japón: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	23
Gráfica 2.3-b	Japón: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	23
Gráfica 2.4-a	Reino Unido: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019	24
Gráfica 2.4-b	Reino Unido: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	24
Gráfica 2.4-c	Reino Unido: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	25
Gráfica 2.5-a	España: estructura de las carteras de inversión por tipo de negocio asegurador, 2009-2019	26
Gráfica 2.5-b	España: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	26
Gráfica 2.5-c	España: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	27
Gráfica 2.6-a	Brasil: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	27
Gráfica 2.6-b	Brasil: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	28
Gráfica 2.7-a	México: estructura de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2009-2019	28
Gráfica 2.7-b	México: estructura desglosada de la cartera de inversiones del negocio tradicional por tipo de activo, 2019	28
Gráfica 3-a	Grupos aseguradores seleccionados: cartera de inversiones agregada, 2018-2019	31
Gráfica 3-b	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2019	31
Gráfica 3-c	Grupos aseguradores seleccionados: variación en la tipología de activos de la cartera inversiones agregada, 2018-2019	32
Gráfica 3-d	Grupos aseguradores seleccionados: distribución por tipología de activos de la cartera inversiones, 2019	32
Gráfica 4	Cargas de capital por año de duración: bonos grado de inversión	36

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE
- MAPFRE Economics (2020), *GIP-MAPFRE 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *El mercado español de seguros en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE (2020), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Inclusión financiera en seguros*, Madrid, MAPFRE Economics.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *GIP-MAPFRE 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *El mercado asegurador latinoamericano en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *El mercado español de seguros en 2018*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Sistemas de pensiones*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.

AVISO

Este documento ha sido preparado por MAPFRE Economics con propósitos exclusivamente informativos y no refleja posturas o posiciones de MAPFRE o de Fundación MAPFRE. El documento presenta y recopila datos, opiniones y estimaciones relativas al momento en que fue elaborado, los cuales fueron preparados directamente por MAPFRE Economics, o bien obtenidos o elaborados a partir de fuentes que se consideraron confiables, pero que no han sido verificadas de manera independiente por MAPFRE Economics. Por lo tanto, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad con respecto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones contenidas en este documento han sido preparadas a partir de metodologías generalmente aceptadas y deben ser consideradas solo como previsiones o proyecciones, en la medida en que los resultados obtenidos de datos históricos, positivos o negativos, no pueden considerarse como una garantía de su desempeño futuro. Asimismo, este documento y su contenido está sujeto a cambios dependiendo de variables tales como el contexto económico y el comportamiento de los mercados. En esta medida, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan cualquier responsabilidad respecto de la actualización de esos contenidos o de dar aviso de los mismos.

Este documento y su contenido no constituyen, de forma alguna, una oferta, invitación o solicitud de compra, participación o desinversión en instrumentos o activos financieros. Este documento o su contenido no podrán formar parte de ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. En lo que se refiere a la inversión en activos financieros relacionados con las variables económicas analizadas en este documento, los lectores de este estudio deben ser conscientes de que bajo ninguna circunstancia deben basar sus decisiones de inversión en la información contenida en este documento. Las personas o entidades que ofrecen productos de inversión a inversores potenciales están legalmente obligadas a proporcionar la información necesaria para tomar una decisión de inversión adecuada. Por lo anterior, MAPFRE y Fundación MAPFRE declinan expresamente cualquier responsabilidad por cualquier pérdida o daño, directo o indirecto, que pueda derivar del uso de este documento o de su contenido para esos propósitos.

El contenido de este documento está protegido por las leyes de propiedad intelectual. Se autoriza la reproducción parcial de la información contenida en este estudio siempre que se cite su procedencia.

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid